
Pengaruh motif IPO dan total aset emiten terhadap *herding behavior* pada pasar modal Indonesia

Rohmad Fuad Armansyah¹

¹ STIE Perbanas Surabaya, Jalan Nginden Semolo 34-36 Surabaya 60118, Jawa Timur, Indonesia

JBB
5, 1

83

Received 17 May 2015
Revised 30 June 2015
Accepted 9 August 2015

ABSTRACT

IPO (Initial Public Offerings) is one of financing alternatives for the company. In this way the company can get some funds for corporate purposes, but problems arise when they are going public. The problem deals with under pricing or overpricing. This study tries to lift and apply the concept of the IPO as done previously to develop alternative focusing on motive IPOs and total assets of issuers on the phenomenon of herding on a sample of 320 companies conducting an IPO in 1995-2014 in the Indonesia Stock Exchange. Sample was taken by using purposive sampling with criteria not entirely de-lists from the stock exchange. The data were analyzed using multiple regression analysis and path analysis to examine the relationship between motives IPO, the total assets of the issuer, to herding. The result shows that the motive IPO has positive effect on herding and has an indirect negative effect but it is not statistically significant. Total assets of the issuer have a positive influence and statistically significant towards herding during the first day of trading on the stock exchange. The implications of this research, investors in the primary market should consider the information on the total assets of the company in making investment decisions and they do not lead to herding behavior that can harm the investment market.

JEL Classification:
G12, G32

DOI:
10.14414/jbb.v5i1.381

ABSTRAK

IPO (Initial Public Offerings) menjadi salah satu alternatif pembiayaan bagi perusahaan. Dengan cara ini perusahaan dapat mendapatkan sejumlah dana untuk keperluan perusahaan, akan tetapi permasalahan muncul ketika go public. Permasalahan yang seringkali muncul pada saat perusahaan go public adalah underpricing ataupun overpricing. Penelitian ini bertujuan untuk mengangkat dan mengaplikasikan berbagai konsep mengenai IPO yang telah ada sebelumnya dengan melakukan pengembangan alternatif yang berfokus pada motif IPO dan total aset emiten terhadap fenomena herding pada sampel 320 perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 1995-2014 di Bursa Efek Indonesia. Sampel diambil dengan menggunakan purposive sampling dengan kriteria tidak dide-list seluruhnya dari bursa. Pengujian data dilakukan dengan menggunakan analisis regresi berganda dan analisis jalur untuk menguji hubungan antara motif IPO, total aset emiten, terhadap herding. Hasil analisis menunjukkan bahwa motif IPO berpengaruh positif terhadap herding dan secara tidak langsung berpengaruh negatif tetapi secara statistik tidak signifikan. Total aset emiten berpengaruh positif dan secara statistik signifikan terhadap herding pada saat hari pertama perdagangan di bursa saham. Implikasi dari penelitian ini, para investor di pasar perdana sebaiknya mempertimbangkan informasi total aset perusahaan dalam mengambil keputusan investasi agar tidak mengarah pada perilaku herding yang dapat merugikan pasar investasi.

**Journal of
Business and Banking**

ISSN 2088-7841

Volume 5 Number 1
May – October 2015

pp. 83 – 94

Keywords:

Motives of the Initial Public Offerings, Total Assets, and Herding.

© STIE Perbanas Press
2015

1. PENDAHULUAN

Kegiatan pendanaan seringkali menjadi permasalahan tersendiri bagi suatu perusahaan. Oleh karena itu, perusahaan dapat memilih berbagai alternatif untuk pembiayaan. Salah satu cara untuk mendapatkan tambahan dana untuk pembiayaan atau pengembangan usaha bagi perusahaan adalah dengan *go public*. IPO (*Initial Public Offerings*) atau lebih dikenal dengan *go public* menjadi salah satu alternatif pembiayaan bagi perusahaan. Dengan cara ini, perusahaan dapat memperoleh sejumlah dana untuk keperluan perusahaan. Akan tetapi, permasalahan muncul ketika mereka *go public*. Permasalahan yang seringkali muncul pada saat perusahaan *go public* adalah *underpricing* ataupun *overpricing*. Apabila terjadi *underpricing*, dana yang diperoleh perusahaan dari *go public* tidak maksimal. Sebaliknya, bila terjadi *overpricing*, maka investor akan merugi karena mereka tidak menerima *initial return*.

Fenomena *underpricing* tidak dapat lepas dari motif atau alasan perusahaan melakukan *go public* karena tujuan perusahaan *go public* digunakan oleh investor sebagai sinyal untuk investasi. Setiap perusahaan mempunyai alasan tersendiri untuk *go public*, Kim dkk. (1993) berpendapat bahwa perusahaan memutuskan *go public* karena pendiri perusahaan ingin mendiversifikasi saham yang dimiliki atau perusahaan menggunakan dana dari IPO sebagai langkah terakhir untuk pembiayaan perusahaan.

Perusahaan di Italia, misalnya, melakukan IPO bukan untuk mendanai investasi dan pertumbuhan pada masa mendatang, melainkan untuk *rebalance* modalnya setelah melakukan investasi yang besar. Banyak alasan dan alternatif sumber pembiayaan ini kembali lagi tergantung pada karakteristik perusahaan dan konsekuensi dari keputusan *go public* (Pagano dkk. 1998). Berbagai alasan terkait dengan motif perusahaan melakukan *go public* ini menimbulkan adanya perbedaan anggapan dari investor baik anggapan tersebut bersifat positif maupun negatif dalam merespon harga IPO di pasar sekunder sehingga kekuatan dalam memperoleh informasi sangat berperan. Investor yang mempunyai informasi cukup akan membeli saham yang *undervalued* dan menghindari saham yang *overvalued*. Akibatnya, investor yang tidak punya informasi sulit mendapatkan saham *undervalued*, karenanya akan mendapatkan *return* yang lebih kecil. Sejak perilaku rasional pengambilan keputusan investasi terganggu, maka hal ini akan meningkatkan volatilitas pada pasar tersebut (Bikhchandani dan Sharma 2001).

Kondisi aset perusahaan yang besar, seringkali menjadi acuan bagi investor atas kestabilan dan keamanan dalam investasi. Firth dan Smith (1992), menjelaskan alasan mengapa perusahaan-perusahaan besar mempunyai kondisi yang lebih baik adalah karena memiliki kontrol yang lebih baik terhadap kondisi pasar, kurang rentan terhadap fluktuasi ekonomi. Dengan demikian, mereka akan mampu menghadapi persaingan ekonomi. Mereka menggunakan aset perusahaan dengan peran penting dalam kestabilan kondisi pasar. Informasi mengenai aset sebenarnya dari perusahaan juga berbeda yang diterima oleh setiap investor, meskipun informasi tersebut dibuka luas ke publik akan tetapi terdapat beberapa informasi yang hanya dapat diperoleh dari internal perusahaan. Kondisi memperoleh informasi lebih ataupun kurang akan men-

ciptakan *informed* dan *uninformed investor*. Kondisi antara *informed* dan *uninformed investor* seringkali membuat *uninformed investor* yang ragu-ragu atau tidak yakin dalam mengambil keputusan investasi karena merasa sedikit informasi yang diperoleh, sehingga kemudian meniru (*imitate*) keputusan investasi dari investor lain dan mengarah pada terjadinya *herding*. Kondisi *herding* yang cukup tinggi oleh pelaku pasar dapat menimbulkan volatilitas pasar memburuk bahkan akan membuat pasar menjadi tidak stabil seperti yang terjadi pada pasar modal Indonesia ketika krisis global tahun 2008 (Fitri dan Fuad 2010).

Penelitian ini mencoba untuk mengangkat dan mengaplikasikan berbagai konsep mengenai IPO yang telah ada sebelumnya dengan melakukan pengembangan alternatif pada perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO di Indonesia tahun 1995 sampai dengan 2014. Fokus penelitian adalah motif perusahaan melakukan IPO, dan informasi mengenai *total asset* emiten terhadap fenomena *herding* yang terjadi ketika saham diperdagangkan pertama kali pada pasar sekunder.

2. RERANGKA TEORITIS DAN HIPOTESIS

Keputusan untuk *go public* adalah salah satu keputusan yang terpenting dalam siklus perusahaan. Dalam kondisi tertentu perusahaan akan lebih memilih untuk *go public*. Penelitian yang berkaitan dengan motif *go public*, *herding*, dan *asset* perusahaan telah banyak dilakukan baik di dalam negeri maupun di luar negeri, diantaranya adalah:

Kim dkk. (1993) melakukan penelitian tentang “Motives for going public and underpricing: New findings from Korea” dengan menggunakan 177 perusahaan yang terdaftar pada KSE (*Korea Stock Exchange*) pada periode Juli 1988 hingga Maret 1990. Metode penelitian menggunakan proksi motif dari perusahaan-perusahaan Korea melakukan IPO dan faktor-faktor yang dapat mempengaruhi *underpricing* seperti kualitas *underwriter*, *ownership retention*, *offering size*, *uses of issue proceeds*, *financial leverage*, *rate of return on assets*, dan *forced or voluntary offering*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan yang melakukan IPO dengan tujuan untuk mendapatkan sumber pembiayaan baru cenderung mengalami *underpricing* yang lebih tinggi daripada yang bertujuan mendiversifikasi portofolionya dan perusahaan yang dipaksa untuk *go public* oleh pemerintah Korea cenderung tidak *underpriced*. Selain itu, Kim dkk. (1993) juga meneliti mengenai pengaruh *underwriter* terhadap ketidakpastian penentuan harga saham perdana dan menemukan bahwa *underwriter* yang berkualitas akan mampu mengurangi *underpricing* pada saat IPO.

Shivdasani dkk. (2008) melakukan penelitian tentang “Going Public to Acquire? The Acquisition Motive in IPOs” kepada seluruh perusahaan Amerika yang tersedia pada SDC (*Securities Data Company*) yang melakukan IPO pada Januari 1994 hingga Desember 2004 yaitu sejumlah 793 IPO. Metode penelitian menggunakan statistik deskriptif, *univariate test*, *multivariate analysis* dan regresi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan di Amerika menggunakan IPO sebagai langkah untuk melakukan akuisisi. Hanya sebesar 13% perusahaan melakukan akuisisi sebelum akhirnya melakukan IPO dan sebesar 73% perusahaan melakukan akuisisi perusahaan lainnya dalam kurun waktu 5 tahun setelah IPO.

Rock (1986) melakukan penelitian tentang “Why New Issues are Underpriced” pada pasar modal Amerika. Penelitian ini mencoba membangun model untuk mengetahui penyebab dari *underpricing* yang dikenal sebagai *Winner’s Curse*. *Winner’s Curse* menekankan adanya asimetri informasi di antara investor potensial. Menurut Rock (1986), beberapa investor (*informed investor*) mempunyai informasi yang cukup besar sehingga mengetahui nilai sesungguhnya dari saham yang akan dikeluarkan. Investor lainnya (*uninformed investor*) tidak mengetahui atau sedikit informasi yang diperoleh karena sangat sulit atau mahal untuk mendapatkan informasi tersebut. *Underwriter* (sekaligus *issuer*) diasumsikan tidak mengetahui dengan pasti nilai saham tersebut sehingga melakukan kesalahan acak (*random error*) dalam penetapan harga, beberapa saham ditetapkan *overvalued* dan lainnya *undervalued*. Investor yang mempunyai informasi cukup akan membeli saham yang *undervalued* dan menghindari saham yang *overvalued*. Akibatnya, investor yang tidak punya informasi sulit mendapatkan saham *undervalued*, karenanya akan mendapatkan *return* yang lebih kecil.

Scharfstein dan Stein (1990) melakukan penelitian tentang “Herd Behavior and Investment”. Penelitian ini mencoba membangun model mengenai *herding* diantara manajer investasi. Menurut model ini bahwa pada kondisi lingkungan tertentu, manajer investasi akan cenderung melakukan *herding* terhadap manajer investasi lain dalam mengambil keputusan investasi tanpa memperhatikan *private information* yang dimiliki. Perilaku ini bisa terjadi karena adanya perbedaan reputasi maupun kemampuan yang dimiliki oleh manajer investasi.

Bonser-Neal dkk. (2002) melakukan penelitian tentang “Herding and feedback trading by foreign investors: The case of Indonesia during the Asian financial crisis” dengan menggunakan data perdagangan saham antara tahun 1997 hingga 1998. Metode penelitian yang digunakan adalah Lakonishok, Shleifer dan Vishny (1992). Hasil penelitian menemukan adanya *herding* yang tinggi oleh investor asing pada saat krisis finansial Asia tahun 1997-1998 khususnya pada Bursa Efek Jakarta.

Persamaan penelitian terdahulu dengan penelitian ini adalah untuk menjelaskan fenomena *herding*. Perbedaannya yaitu, pada variabel yang digunakan dalam penelitian, periode yang digunakan serta kondisi lingkungan yang berbeda.

Initial Public Offering (IPO)

Perusahaan dikatakan *go public* apabila mereka menerbitkan saham perdana melalui penawaran umum kepada investor. Penjualan pertama dari saham disebut dengan *initial public offering* atau IPO (Brealy dkk. 2001: 521). Perusahaan dalam proses *go public*, penerbit sekuritas (*issuer*) harus didampingi oleh bank investasi (*investment banker*) atau disebut juga penjamin emisi (*underwriter*) yang bertanggung jawab untuk memasarkan saham baru yang diterbitkan dan auditor. *Underwriter* umumnya menjalankan tiga fungsi, yaitu *advisory function*, *underwriting function*, *marketing function*. Sebagai pemberi saran (*advisory function*), *underwriter* dapat memberikan saran berupa tipe sekuritas, penentuan harga sekuritas, dan waktu pelemparannya.

Motif IPO (*Initial Public Offering*)

Motif IPO (*initial public offering*) atau alasan yang mendasar mengenai keinginan untuk *go public* adalah keinginan untuk meningkatkan modal perusahaan dan untuk merubah kesejahteraan pemilik menjadi bentuk yang lebih likuid. Motivasi perusahaan untuk *go public* berbeda pada tiap negara, bergantung pada kondisi ekonomi, perbedaan institusi, perkembangan pasar modal, dan peraturan yang berlaku pada suatu negara. Beberapa penelitian menunjukkan bahwa motif perusahaan untuk *go public* terkait dengan sumber pembiayaan alternatif untuk program investasi perusahaan (Kim dkk. 1993) dan beberapa perusahaan yang lain *go public* karena terkendala hutang, *bargaining* yang lebih besar dengan bank, diversifikasi risiko, *monitoring*, pengakuan investor, dan perubahan kontrol perusahaan (Pagano dkk. 1998).

Kondisi lain yang mendorong perusahaan untuk *go public* adalah siklus perusahaan (*Life Cycle Theory*) dimana apabila perusahaan berada pada kondisi industri yang mencapai titik jenuh, perusahaan harus menyiapkan langkah-langkah agar dapat bertahan dalam industri, langkah-langkah tersebut dapat berupa ekspansi usaha melalui *joint venture* atau *partnering*, merger dan akuisisi. Disamping itu harga penawaran saham yang tinggi dapat menarik kompetisi produk dalam pasar (Maksimovic dan Pichler 2001).

Total Aset Emiten

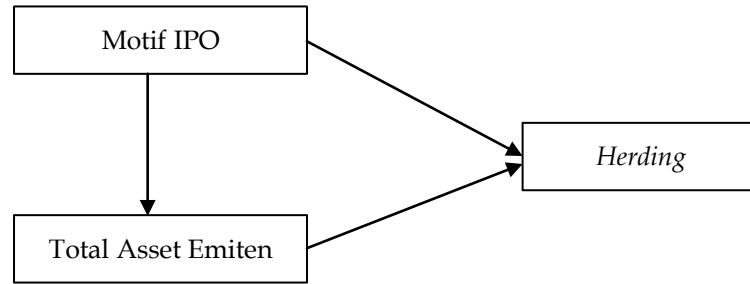
Aset emiten menjadi penting ketika perusahaan melakukan IPO. Besar kecilnya aset emiten dapat menjadi gambaran prospek perusahaan ke depan. Aset emiten yang dilihat dari *total asset* perusahaan mampu memberikan sinyal bahwa perusahaan memiliki aset yang besar akan memiliki prospek yang baik. Beberapa penelitian yang meneliti keterkaitan aset emiten dengan keuntungan pertama investasi dengan menggunakan pendekatan *total asset* adalah penelitian yang dilakukan oleh Guinness (1992), penelitian tersebut berfokus pada reputasi penjamin emisi, reputasi auditor, nilai kapitalisasi, *total asset*, standar deviasi *return* dan standar deviasi *Hang Seng Index* terhadap *initial return* dan menemukan adanya pengaruh positif standar deviasi *return* dan standar deviasi *Hang Seng Index* terhadap *initial return*, sedangkan reputasi penjamin emisi, reputasi auditor, nilai kapitalisasi, dan *total asset* tidak berpengaruh terhadap *return* awal.

Herding Behavior

Herding merupakan perilaku yang terjadi karena adanya suatu interaksi antara dua individu atau lebih. *Herding* dapat didefinisikan sebagai pola perilaku yang terkait antar individu (Devenow dan Welch 1996). Banerjee (1992) mendefinisikan *herding* sebagai setiap orang melakukan apa yang orang lain lakukan. *Herding* pada pasar modal adalah fenomena yang terjadi di pasar modal dimana investor atau sekumpulan investor cenderung berperilaku mengikuti investor lain. *Herding* dapat ditimbulkan oleh pemikiran individual, perasaan dan tindakan yang dipengaruhi oleh individu lain melalui kondisi tertentu seperti melalui ucapan, observasi tindakan, atau melalui observasi dari konsekuensi tindakan seperti imbal hasil yang diperoleh atau harga pasar (Hirshleifer dan Teoh 2001).

JBB

5, 1



Gambar 1
Rerangka Pemikiran

Beberapa penelitian yang mencoba menemukan fenomena *herding* adalah penelitian Bonser-Neal dkk. (2002) pada krisis finansial asia tahun 1997 – 1998 dengan menggunakan proksi data perdagangan saham pada *Jakarta Stock Exchange* dan menemukan adanya *herding* yang tinggi oleh investor asing pada saat krisis finansial Asia. Penelitian ini kemudian dilanjutkan oleh Bowe dan Domuta (2004) dengan menggunakan proksi yang sama yaitu data perdagangan saham di JSX, akan tetapi lingkup penelitian diperluas tidak hanya pada investor asing tetapi juga investor dalam negeri dan periode penelitian diperluas yaitu kondisi masa krisis dan setelah krisis finansial Asia. Hasil penelitian Bowe dan Domuta (2004) ini menemukan bahwa pada saat krisis finansial Asia, investor asing cenderung melakukan *herding* untuk menjual saham daripada investor dalam negeri, sedangkan *herding* dengan menjual saham hanya sedikit yang terjadi pada investor dalam negeri. Agarwal dkk. (2005) menggunakan metode dari Lakonishok, Shleifer, dan Vishny (1992) atau disebut dengan metode LSV untuk mengukur *herding* pada pasar modal dan hasilnya membuktikan adanya *herding* oleh investor asing dan investor dalam negeri pada pasar modal Indonesia khususnya pada saham dan *herding* oleh investor asing lebih tinggi daripada investor dalam negeri pada saat krisis asia.

Hipotesis

Berdasarkan model rerangka pemikiran yang dikembangkan pada Gambar 1, maka diajukan hipotesis sebagai berikut.

H₁: Motif perusahaan melakukan IPO memiliki pengaruh positif terhadap Total Asset Emiten pada saat saham diperdagangkan pertama kali di pasar sekunder.

H₂: Motif perusahaan melakukan IPO secara tidak langsung melalui Total Asset emiten memiliki pengaruh positif terhadap *herding* pada saat saham diperdagangkan pertama kali di pasar sekunder.

H₃: Total asset emiten berpengaruh terhadap *herding* pada saat saham diperdagangkan pertama kali di pasar sekunder.

3. METODE PENELITIAN

Definisi Operasional

Motif IPO, didefinisikan sebagai tujuan perusahaan melakukan IPO. Variabel ini merupakan variabel *dummy* yang diukur dengan menggunakan persentase penggunaan modal dari dana hasil IPO. Adapun tujuan penggunaan dana hasil IPO perusahaan tersebut tercantum dalam prospectus. Dalam hal ini, dijelaskan bahwa skala 1 diberikan kepada

perusahaan yang melakukan IPO dengan tujuan investasi dan pengembangan pada perusahaan serta persentase penggunaan dana IPO lebih dari 50%. Adapun skala 0 diberikan pada perusahaan yang memiliki tujuan IPO lainnya serta persentase penggunaan dana IPO kurang dari 50%, pendekatan ini sama dengan pendekatan yang digunakan dalam penelitian Kim dkk. (1993) hanya saja pada penelitian Kim dkk. (1993) menggunakan pendekatan logaritma *capital expenditure*.

Total asset emiten, diukur dengan menggunakan pendekatan *total asset* perusahaan ketika perusahaan melakukan IPO, untuk mencegah terjadinya bias, dalam pengukuran *total asset* menggunakan *Ln*.

Herding, didefinisikan sebagai perilaku investor yang cenderung meniru atau mengikuti perilaku investor lain. Lakonishok dkk. (1992) mendefinisikan *herding* pada pasar modal sebagai kecenderungan dari sekelompok *money managers* untuk membeli (menjual) khususnya saham pada saat yang bersamaan, relatif terhadap apa yang dapat diharapkan jika *money managers* tersebut berdagang sendiri. *Herding* diukur dengan menggunakan model yang sama pada penelitian Fitri dan Fuad (2010) yaitu menggunakan model LSV oleh Lakonishok, Shleifer, dan Vishny (1992) dengan mengasumsikan nilai *mean* bernilai 0 (nol) berarti tidak terdapat aktifitas *herding*.

$$H_{it} = |p_{it} - E(p_{it})| - E|p_{it} - E(p_{it})|. \quad (1)$$

Dimana p_{it} adalah proporsi dari sekelompok investor tertentu yang membeli (menjual) saham i pada hari t diantara semua investor yang melakukan perdagangan pada hari tersebut. $E(p_{it})$ adalah nilai yang diharapkan untuk p_{it} , atau proporsi yang diharapkan dari sekelompok investor yang membeli (menjual) saham i pada hari t relatif terhadap seluruh investor pada kelompok yang sama yang melakukan perdagangan pada hari tersebut. $E|p_{it} - E(p_{it})|$ adalah *adjustment factor*, merupakan nilai yang diharapkan untuk nilai absolut $(p_{it} - E(p_{it}))$, yang dihitung dengan mengasumsikan jumlah pembeli (penjual) mengikuti distribusi binomial dengan probabilitas sukses proporsi dari pembeli (penjual). Model tersebut dikembangkan pada penelitian Agarwal dkk. (2005) sesuai dengan tujuan penelitian menjadi

$$H_i = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^T \sum_{j=1}^N \left\{ \left| \frac{B_{ijt}}{B_{ijt} + S_{ijt}} - \frac{B_{jt}}{B_{jt} + S_{jt}} \right| - E \left| \frac{B_{ijt}}{B_{ijt} + S_{ijt}} - \frac{B_{jt}}{B_{jt} + S_{jt}} \right| \right\}, \quad (2)$$

Karena pada penelitian ini mengukur *herding* pada saat saham pertama kali diperdagangkan di pasar sekunder, persamaan menjadi

$$H_i = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N \left\{ \left| \frac{B_{ij}}{B_{ij} + S_{ij}} - \frac{B_j}{B_j + S_j} \right| - E \left| \frac{B_{ij}}{B_{ij} + S_{ij}} - \frac{B_j}{B_j + S_j} \right| \right\}, \quad (3)$$

Persamaan berikut digunakan dalam analisis regresi berganda.

$$H_i = \left\{ \left| \frac{B_{ij}}{B_{ij} + S_{ij}} - \frac{B_j}{B_j + S_j} \right| - E \left| \frac{B_{ij}}{B_{ij} + S_{ij}} - \frac{B_j}{B_j + S_j} \right| \right\}, \quad (4)$$

Dimana B_{ij} merupakan jumlah pembeli dari investor jenis i (investor domestik atau asing), pada saham j , dan S_{ij} merupakan jumlah penjual dari investor jenis i pada saham j . B_j (S_j) merupakan jumlah dari pembeli (penjual) diantara seluruh investor domestik dan asing pada saham j .

Populasi, Sampel, dan Teknik Pengambilan Sampel

Populasi dan sampel yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan seluruh perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 1995 sampai dengan 2014 dengan kriteria perusahaan tidak di *de-list* dari bursa, tidak melakukan *go private*, dari 350 perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 1995 sampai dengan 2014 hanya 320 perusahaan yang datanya lengkap.

Data dan Metode Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan data *cross section* perusahaan-perusahaan yang melakukan IPO antara tahun 1995 sampai dengan 2014. Data yang digunakan merupakan data sekunder yang bersumber dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) dan www.e-bursa.com.

Data harga saham di pasar sekunder pada penutupan hari pertama dan mengenai *herding* menggunakan data permintaan beli (jual) oleh investor baik domestik maupun asing yang dimasukkan pada bursa saham melalui *brokerage firm* pada saat *listing* yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia.

Metode pengumpulan data pada penelitian ini adalah teknik *purposive* yaitu data yang diambil berdasarkan pada alasan dan kriteria yang ditetapkan sebelumnya. Data ini adalah perusahaan tidak di *de-list* dari bursa, tidak melakukan *go private* selama periode penelitian. Proses pengumpulan data dan informasi yang diperlukan untuk penelitian ini menggunakan studi pustaka dan dokumentasi.

Teknik Analisis Data

Pengujian data dilakukan dengan menggunakan analisis regresi berganda dan analisis jalur dengan menggunakan metode regresi *partial least square* untuk menguji hubungan antara motif IPO, dan total asset emiten terhadap *herding*.

4. ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Analisis Regresi Berganda

Pada bagian ini, dijelaskan hasil analisis regresi berganda dengan menggunakan *software* SmartPLS versi 1.0. Hasil operasi menggunakan *software* tersebut disajikan dalam Tabel 1. Dengan melihat Tabel 1 dapat disimpulkan bahwa nilai R-square sebesar 0,150 menunjukkan model memiliki tingkat *goodness-fit* yang kurang baik atau ketiga variabel dalam model yaitu motif, *herding*, dan *total asset* sebesar 15%, sedangkan 85% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diteliti dalam model ini. Sehingga terdapat faktor lain yang mampu mempengaruhi terjadinya *herding behavior* pada periode penelitian.

Berikutnya, dapat dilihat hasil inner model atau model struktural pada Tabel 2. Pada tabel tersebut terdapat hubungan antar variabel dengan melihat hasil estimasi koefisien parameter path dan tingkat signifikansinya.

Dengan melihat nilai *t* statistik pada tabel diatas, dari motif ke *herding* sebesar 0,244, dan *total asset* ke *herding* sebesar 2,064, maka yang signifikan pada alpha 5% adalah total asset ke *herding* karena memiliki nilai *t* statistik di atas nilai *t* tabel 1,96. Disamping itu motif IPO memiliki

Tabel 1
Nilai R-Square

	R-square
Herding	0,150
Motif	
Total asset	

Sumber: Data sekunder, diolah.

JBB
5, 1

91

Tabel 2
Inner Weights (Path Coefficients) Regresi Berganda

	Original Sample Est.	Mean of Subsamples	Std. Deviation	T- Statistic
Motif => Herding	0,023	0,020	0,091	0,244
Total Asset => Herding	0,168	0,174	0,081	2,064

T-Table = 1,96

Sumber: Data sekunder, diolah.

pengaruh positif terhadap *herding* ketika saham pertama kali diperdagangkan di bursa saham yang ditunjukkan dengan koefisien parameter sebesar 0,023 atau sekitar 2,3% mempengaruhi terjadinya *herding* akan tetapi secara statistik tidak signifikan pada 5%, sehingga tidak mendukung hipotesis pertama yang diajukan yaitu motif perusahaan melakukan IPO dengan tujuan investasi berpengaruh positif terhadap *herding behavior*.

Total asset ternyata memiliki pengaruh positif terhadap *herding* dengan koefisien parameter sebesar 0,168 dan signifikan pada 5% (t hitung > t tabel), sehingga menunjukkan bahwa peningkatan pada *total asset* perusahaan yang melakukan IPO akan mendorong terjadinya *herding behavior* ketika saham diperdagangkan pada hari pertama perdagangan di pasar sekunder dan sekaligus mendukung hipotesis ke-3 yang diajukan yaitu terdapat pengaruh antara total asset emiten dengan *herding* pada saat saham diperdagangkan pertama kali di pasar sekunder.

Variabel motif perusahaan melakukan IPO pada penelitian Kim dkk. (1993) yang diterapkan pada penelitian ini ternyata menunjukkan hasil yang konsisten pada pasar modal Indonesia yaitu saham perusahaan yang melakukan IPO dengan tujuan investasi atau memperoleh sumber pembiayaan baru mempengaruhi *herding* ketika saham diperdagangkan pertama kali di bursa saham, meskipun demikian pengaruh tersebut secara statistik tidak signifikan atau dapat dikatakan pengaruh motif IPO perusahaan hanya memberikan sedikit sumbangan terhadap fenomena *herding*. Hasil pada variabel total asset emiten terhadap *herding* menunjukkan hasil yang tidak sejalan dengan penelitian Guinness (1992), temuan penelitian menunjukkan terdapat hubungan antara total asset emiten dengan *herding*. Hubungan tersebut bersifat searah yaitu jika total asset emiten semakin besar, akan semakin meningkatkan terjadinya *herding behavior*, dan hasil ini secara statistik signifikan pada 5%.

Analisis Jalur

Model regresi berganda tersebut, kemudian dikembangkan lebih lanjut menjadi model analisis jalur untuk menguji hipotesis kedua yaitu men-

Tabel 3
Inner Weights (Path Coefficients) Analisis Jalur

	Original Sample Est.	Mean of Subsamples	Std. Deviation	T- Statistic
Motif => Herding	0,021	0,017	0,092	0,195
Total Asset => Herding	0,168	0,181	0,083	1,982
Motif => Total Asset	-0,103	-0,105	0,143	0,872

T-Table = 1,96

Sumber: Data sekunder, diolah.

getahui pengaruh motif IPO secara tidak langsung melalui total asset emiten terhadap *herding*.

Dari Tabel 3, dapat dilihat bahwa dengan menggunakan analisis jalur motif IPO berpengaruh langsung terhadap *herding* dengan koefisien sebesar 0,021 akan tetapi tidak signifikan pada 5% (nilai *t* hitung < *t* tabel 1,96). Motif juga berpengaruh langsung terhadap *total asset* dengan koefisien -0,103 akan tetapi juga tidak signifikan pada 5%. *Total asset* berpengaruh langsung terhadap *herding* dengan koefisien sebesar 0,168 dan signifikan pada 5%. Sehingga dapat disimpulkan bahwa motif berpengaruh langsung terhadap *herding* tetapi juga berpengaruh tidak langsung ke *herding* melalui *total asset*. Begitu juga dengan *total asset* berpengaruh langsung terhadap *herding*. Besarnya koefisien pengaruh langsung dan tidak langsung dapat dihitung sebagai berikut.

Direct effect : motif → *herding* = 0,021

Indirect effect : motif → *total asset* → *herding* = (-0,103) × (0,168) = -0,017304

Ternyata koefisien pengaruh langsung lebih besar daripada pengaruh tidak langsung dan bernilai negatif sehingga tidak mendukung hipotesis ke-2.

Hasil model analisis jalur pada penelitian ini juga mendukung hasil penelitian Kim dkk. (1993) yaitu saham perusahaan yang melakukan IPO di pasar modal Indonesia dengan tujuan investasi atau memperoleh sumber pembiayaan baru secara langsung mempengaruhi *herding* ketika saham diperdagangkan pertama kali di bursa dan pengaruh tersebut secara statistik tidak signifikan atau dapat dikatakan pengaruh motif IPO perusahaan hanya memberikan sedikit sumbangan terhadap fenomena *herding*. Hasil yang berbeda didapat ketika motif IPO secara tidak langsung mempengaruhi *herding* melalui total asset emiten yaitu berpengaruh negatif dan memiliki pengaruh yang lebih kecil daripada hubungan langsung.

Hasil pengaruh total asset emiten pada *herding* menunjukkan hasil yang tidak jauh berbeda dengan model analisis berganda yaitu terdapat hubungan antara total asset emiten dengan *herding* dan hubungan tersebut bersifat searah, sekaligus hasil ini juga tidak sejalan dengan penelitian Guinness (1992).

5. SIMPULAN, IMPLIKASI, SARAN, DAN KETERBATASAN

Simpulanya bahwa *herding* pada pasar sekunder dipengaruhi secara langsung oleh total asset emiten dengan koefisien bernilai positif dan secara statistik signifikan. Adapun motif IPO secara langsung maupun

tidak langsung melalui total asset emiten tidak memiliki pengaruh terhadap *herding*. Dengan demikian, secara langsung pada perusahaan yang melakukan IPO di Indonesia yang memiliki asset besar akan cenderung memicu terjadinya *herding behavior*, dikarenakan investor merasa aman jika berinvestasi pada perusahaan yang memiliki asset besar ketika saham tersebut diperdagangkan pertama kali di pasar sekunder.

Penelitian ini gagal dalam membuktikan secara nyata pengaruh dari motif perusahaan melakukan IPO terhadap fenomena *herding* dikarenakan motif perusahaan melakukan IPO baik secara langsung maupun tidak langsung melalui *total asset*. Secara statistik, tidak signifikan terhadap tingkat *herding* dan ditunjukkan oleh koefisien parameter bernilai negatif untuk hubungan yang tidak langsung, sehingga motif perusahaan melakukan IPO tidak mendorong terjadinya aktifitas *herding*.

Hasil penelitian ini memberikan tambahan bukti yang tidak dapat ditemukan pada penelitian sebelumnya yaitu terdapat hubungan antara total asset emiten dengan fenomena *herding* pada pasar saham. Hal itu berarti bahwa masyarakat investor di pasar perdana mempertimbangkan informasi *total asset* perusahaan dalam mengambil keputusan investasi.

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan, penelitian ini memiliki keterbatasan antara lain: 1) Data mengenai jumlah investor yang melakukan perdagangan merupakan data keseluruhan sehingga dalam pengukuran *herding*, tidak diketahui investor manakah yang memulai melakukan pemesanan terlebih dahulu; 2) Sampel penelitian tidak dikelompokkan dalam kondisi perekonomian yang homogen.

Saran yang dapat diberikan sebagai berikut. Saran kepada investor adalah jika mereka berinvestasi pada pasar perdana, hendaknya mereka tidak berinvestasi pada perusahaan-perusahaan yang memiliki asset besar dikarenakan keterbatasan informasi. Mereka harus menggali informasi sebanyak mungkin dari penjamin emisi, atau bahkan emiten tersebut, karena asset perusahaan tidak menjamin bahwa perusahaan tersebut akan mampu bertahan dalam perekonomian. Saran bagi peneliti yang akan datang, mereka diharapkan pada penelitian selanjutnya dapat membagi data sesuai dengan kondisi perekonomian yang homogen atau dapat dibagi berdasarkan kondisi politik, kondisi ekonomi, arah kebijakan pemerintah, dan sebagainya. Kemudian, mereka dapat menggunakan pendekatan yang lebih terperinci pada asset perusahaan seperti fokus pada komposisi hutang maupun modal yang dimiliki. Mereka bisa menambahkan variabel keuangan lainnya seperti DER, ROA dan variabel non keuangan seperti pengklasifikasian jenis industri dan tingkat pertumbuhan ekonomi.

DAFTAR RUJUKAN

- Agarwal, S, Liu, C Rhee, SG 2005, 'Who Herds with Whom? New Evidence on Herding Behavior of Domestic and Foreign Investors in the Emerging Stock Markets', *Social Science Research*.
- Banerjee, A 1992, 'A simple model of herd behavior', *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 107, No. 3 (August), hal. 797-817.
- Bikhchandani, S, Sharma, S, 2001, 'Herd Behavior in Financial Markets', *IMF Staff Papers*, Vol. 47, No. 3, hal. 279-310.
- Bonser-Neal, C, SL Jones, D Linnan dan R Neal, 2002, 'Herding and

- feedback trading by foreign investors: The case of Indonesia during the Asian financial crisis', *Working paper*, Indiana University.
- Bowe, M dan D Domuta, 2004, 'Investor herding during financial crisis: A clinical study of the Jakarta Stock Exchange', *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 12, Issue. 4 (September), hal. 387 - 418.
- Brealy, RA, Myers, SC dan Marcus, AJ 2001, *The Fundamental of Corporate Finance*, 3rd Edition, McGraw-Hill, New York.
- Devenow, A dan Welch, I 1996, 'Rational Herding in Financial Economics', *European Economic Review*, Vol. 40, Issues 3-5 (April), hal. 495-1202.
- Firth, Michael dan A Smith, 1992, 'The Accuracy of Profits Forecasts in Initial Public Offerings Prospektus', *Accounting and Business Research*, Vol. 22, No. 87, hal. 239-247.
- Fitri Ismiyanti dan Rohmad Fuad Armansyah 2010, 'Motif Go Public, Herding, Ukuran Perusahaan, dan Underpricing Pada Pasar Modal Indonesia', *Jurnal Manajemen Teori dan Terapan*, Tahun 3, No. 1, April, hal. 20-42.
- Guinness, Paul Mc. 1992, 'An Examination of The Underpricing of Initial Public Offering in Hongkong: 1980-1990', *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 19, issue 2 (January), hal. 165-186.
- Hirshleifer, D dan Teoh, SH 2001, 'Herd Behavior and Cascading in Capital Markets: A Review and Synthesis', *European Financial Management Journal*, Vol. 9, No. 1, hal. 25-66.
- Kim, Jeong Bon, I Krinsky dan J Lee, 1993, 'Motives for Going Public and Underpricing: New Findings from Korea', *Journal of Business Financial and Accounting*, Vol. 20, Issue 2 (January), hal. 195-211.
- Lakonishok, J, A Shleifer, dan R Vishny, 1992, 'The impact of institutional trading on stock prices', *Journal of Financial Economics*, Vol. 32, hal. 23-43.
- Maksimovic, V dan Pichler, P 2001, 'Technological innovation and initial public offerings', *Review of Financial Studies*, Vol. 14, hal. 459-494.
- Pagano, M, F Panetta, dan L Zingales, 1998, 'Why do firms go public? An empirical analysis', *Journal of Finance*, Vol. 53, hal. 27-64.
- Rock, K 1986, 'Why New Issues are Underpriced', *Journal of Financial Economics*, Vol. 15 Issue 1-2, hal. 187-212.
- Scharfstein, DS dan JC Stein, 1990, 'Herd behavior and investment', *The American Economic Review*, Vol. 80, No. 3 (Jun, 1990), hal. 465-479.
- Shivdasani, A, Celikyurt, U, Sevilir, M 2008, 'Going Public to Acquire? The Acquisition Motive in IPOs', *Journal of Financial Economics*, Vol. 96 (2010), hal. 345-363.

Koresponden Penulis

Rohmad Fuad Armansyah dapat dikontak pada e-mail:
fuad@perbanas.ac.id.